

太阳城集团 (01383)

版图扩张正式进军菲律宾，重申买入，TP 2.2 港元

证券研究报告

2019 年 10 月 30 日

投资评级

行业	非必需性消费/旅游及 休闲设施
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	1.94 港元
目标价格	2.2 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	6,666.97
港股总市值(百万港元)	12,933.93
每股净资产(港元)	-0.29
资产负债率(%)	148.23
一年内最高/最低(港元)	2.61/0.83

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

雷俊成 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060004
leijuncheng@tfzq.com

马赫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070001
mahe@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《太阳城集团-公司点评:亚太博彩娱乐巨头路线不变,TP 降至 2.2,重申买入》 2019-09-01
- 2 《太阳城集团-公司点评:成功收购俄罗斯赌场 25%股权,重申买入,TP 提至 3.3》 2019-04-24
- 3 《太阳城集团-公司点评:15 亿贷款排除资本市场融资疑虑,亚太布局有序》 2019-04-09

控股 SunTrust，版图扩张正式进军菲律宾

太阳城集团 29 日公告由其全资子公司收购菲律宾上市公司 SunTrust 11.475 亿股，持股比例达 SunTrust 股权 51%，总价约 1.66 亿港元，并将 SunTrust 并表。同时 SunTrust 宣布将与当地地产商 Westside 及 Travellers 共同开发位于菲律宾马尼拉的土地项目，打造五星级酒店及博彩娱乐场，正式宣告太阳城将东南亚博彩布局版图扩张到菲律宾。太阳城预计菲律宾马尼拉项目会在 2023 年前投入运营，规划的五星级酒店将包括 400 间房，400 张赌桌，1200 台角子机。

公告细节包括: 1) SunTrust 与菲律宾本地商业地产商 Westside 签订共同开发协议，SunTrust 向 Westside 租赁土地项目用以开发新建酒店娱乐场，租期 20 年，可自动续 25 年;

2) Westside 委任 SunTrust 为该娱乐场的唯一及独家博彩运营商;

3) Suntrust 每年向 Westside 支付: a) 1.06 亿美元租金, b) VIP GGR 1%, c) Mass 和角子机 GGR 3%; 4) SunTrust 需在协议签订日起 5 个月 (或协定日期) 内筹集 3 亿美元用于娱乐场的开发建设。

菲律宾博彩行业发展也较早，与俄罗斯、柬埔寨等国博彩业类似均以招待贵宾为主，目前菲律宾博彩业由博彩娱乐公司(PAGCOR)统一管理，全国有 11 家大中型赌场，3 家位于马尼拉大都会 (包括新濠天地)，其他主要在吕宋岛和维萨亚斯群岛。其中赌桌数最多的两个场地为 PAGCOR 经营的 477 张，和马尼拉新濠天地的 305 张，太阳城的娱乐场若顺利开展，有望成为菲律宾国内的头部娱乐场，带来强大竞争力。

此外太阳城还公告 SunTrust 将发行新股认购，包括向太阳城发行 25.5 亿股，向菲律宾当地酒店餐饮娱乐商业开发公司 Megaworld 和 Aurora 分别发行 21.77 亿、2.73 亿新股，认购价均为每股 1 披索。认购协议还未正式公布和实施，太阳城表示认购后公司对 SunTrust 的持股比例仍为 51%，我们认为此举为 SunTrust 引入菲律宾本地公司作为股东，为新项目兴建募资的同时，利用本地公司经验，也为未来项目更好的招商引资和开发拓展做准备。

亚太项目稳步推进，继续往亚太博彩巨头目标迈进

我们认为太阳城集团在亚太地区以较轻资产模式布局发展博彩及度假行业，业务遍布越南、柬埔寨、俄罗斯、日本和韩国等地，此次扎实进军菲律宾，将为整个亚太地区的博彩娱乐休闲一体化布局打造更强的协同效应。

我们预计越南会安项目或在 2020 年初开始贡献，太阳城拥有 34%股权。会安预计设 140 张赌桌、330 台老虎机、18 洞高尔夫球场和 1000 个酒店房间等。公司拥有双重流水，可在 EBITDA 上提成和从管理协议里收取按照博彩收入和利润分成。此外，我们预计柬埔寨西港项目有望在 2020 年中开始贡献，公司将收取该项目的管理费用。公司继续深入在亚太其他地区布局，包括日本、韩国、菲律宾等地。此前太阳城公告收购日本冲绳宫古岛，一处约 11 万平方米土地 51%的股权，未来将建设 40 栋别墅以及 100 间客房酒店，打造为集团客人度假新目的地。

而从去年 12 月开始，太阳城集团参股在俄罗斯海参崴拥有娱乐场的凯升控股(102.HK)，目前持有凯升控股约 25%股份。我们预计太阳城未来将会在俄罗斯更深入布局，扩建当地物业项目的同时，有望进一步增加凯升的股权并最终实现并表。

整体来说，我们继续看好太阳城集团随着公司地产业务剥离，东南亚娱乐场陆续投入运营，未来将成为较纯粹博彩标的。而依托资深客户资源和亚太地区的扎实布局规划，向亚太博彩巨头目标迈进。重申“买入”评级，目标价 2.2 港元。**风险提示：东南亚博彩市场竞争，越南赌牌发放等**



图 1：太阳城收入拆分和预测

太阳城收入拆分							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
度假村管理顾问服务——越南会安度假村（假设2020年2月开业）							
会安度假村技术服务协议收入	-	-	-	-	19	10.7	0.9
会安度假村赌场管理协议收入	-	-	-	-	-	-	250
度假村管理顾问服务——柬埔寨西港娱乐场（假设2020年7月开业）							
西港度假村技术服务协议收入	-	-	-	-	0.8	3.4	1.7
西港度假村赌场管理协议收入	-	-	-	-	-	-	116
娱乐场经营收入——凯升海参崴水晶虎宫娱乐场（假设2020年持股51%，2020年完全并表）							
海参崴度假村净收入	-	-	-	-	-	-	515
同比%	-	-	-	-	-	-	-
海参崴度假村EBITDA	-	-	-	-	-	-	224
YoY%	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA Margin%	-	-	-	-	-	-	21%
海参崴度假村净利润	-	-	-	-	-	-	77
YoY%	-	-	-	-	-	-	-
净利率%	-	-	-	-	-	-	15%
旅游及旅游相关服务							
旅游及与旅游相关服务	-	-	1	354	543	570	598
YoY	-	-	-	-	53%	5%	5%
物业开发和租赁相关服务							
物业开发	864	668	1049	133	177	30	5
物业租赁	54	58	59	56	53	50	50

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

2019 年太阳城收入主要来源为旅游及旅游相关服务业务（预计占比 86%）。而到 2020 年随着越南会安度假村、柬埔寨西港娱乐场陆续开业，凯升海参崴娱乐场或能并表，公司主要收入来源将变为娱乐场经营收入（预计占比 34%）、度假村管理顾问服务收入（预计占比 24%）和相关的旅游服务收入（预计占比 39%），而内地物业开发和租赁将会逐渐剥离，我们预计公司将成为较纯粹的博彩标的。

图 2：假设越南会安度假村 2020 年 2 月开幕，对应 2020 年经营数据爬坡业绩表现预测

	假设2020年2月1日开幕												2020年 11个月
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月		
永利皇宫VIP单桌每日收入(万元)	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4
Ramp up %	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	70%	70%	70%	54%
会安VIP单桌每日收入(万元)	9.4	11.0	12.6	14.1	15.7	17.3	18.8	20.4	22.0	22.0	22.0	22.0	16.9
天数	29	31	30	31	30	31	31	30	31	30	31	31	335
会安VIP赌桌	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
会安VIP毛收入(百万元)	213	266	294	342	367	418	456	478	531	514	531	531	4,410
永利皇宫中场单桌每日收入(万元)	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79	10.79
Ramp up %	30%	35%	40%	45%	50%	55%	58%	60%	63%	65%	70%	70%	52%
会安中场单桌每日收入(万元)	3.24	3.78	4.32	4.85	5.39	5.93	6.26	6.47	6.80	7.01	7.55	7.55	5.61
天数	29	31	30	31	30	31	31	30	31	30	31	31	335
会安中场赌桌	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
会安中场毛收入(百万元)	58	73	80	93	100	114	120	120	131	130	145	145	1,165
永利皇宫老虎机单台每日收入(万元)	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
Ramp up %	30%	35%	40%	45%	50%	55%	58%	60%	63%	65%	70%	70%	52%
会安老虎机单台每日收入(万元)	0.12	0.14	0.16	0.18	0.20	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.28	0.28	0.21
天数	29	31	30	31	30	31	31	30	31	30	31	31	335
会安老虎机台数	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330
会安老虎机毛收入(百万元)	12	14	16	18	20	23	24	24	26	26	29	29	231
假设2020年2月1日开幕													2020年 11个月
博彩毛收入	283	353	390	453	488	554	600	622	688	671	705	705	
	32	40	44	52	55	63	68	71	78	76	80	80	660
非博彩收入	315	393	434	505	543	617	668	693	766	747	786	786	6,466
EBITDA	52	67	76	91	100	119	134	142	161	161	169	169	1,270
EBITDA Margin%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.2%	20.0%	20.5%	21.0%	21.5%	21.5%	21.5%	19.6%
净利润	25	35	41	50	61	75	90	100	116	116	122	122	832
利润率	8.0%	9.0%	9.5%	10.0%	11.2%	12.1%	13.5%	14.5%	15.2%	15.5%	15.5%	15.5%	12.9%

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

会安度假村方面，我们预计开业时间为 2020 年 Q1。假设 2020 年 2 月开幕，经营需爬坡以及 VIP 业务或受外部环境的压力影响，我们将会安 VIP 业务单桌每日收入调低。因赌场定位接近澳门永利皇宫，在爬坡进度我们参考永利皇宫开业一年后，17Q4 的季度每天每桌的收入来算，爬坡比例从 30%到 70%。中场单桌和老虎机单台每日收入也参考永利皇宫 17Q4 季度收入，爬坡比例从 30%到 70%。整体来讲，会安度假村预计在 2020 年总收入达 64.7 亿元、EBITDA 为 12.7 亿元和净利润为 8.3 亿元。

太阳城持股会安度假村 34%股权，预计在 2020 年为太阳城贡献 2.5 亿元收入（管理顾问服务）以及 6.33 亿元的 EBITDA（包括 4.32 亿元的 34%联营 EBITDA 和 2.24 亿元的管理顾问服务 EBITDA）。

图 3：假设越南会安度假村 2020 年 2 月开幕，对应 2020 年经营数据预测

越南会安度假村经营数据预测（假设2020年2月开业）							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
VIP流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	146994
同比%	-	-	-	-	-	-	-
VIP赢率	-	-	-	-	-	-	3.0%
VIP毛收入	-	-	-	-	-	-	4410
同比%	-	-	-	-	-	-	-
VIP每日单桌收入	-	-	-	-	-	-	0.17
VIP赌桌数	-	-	-	-	-	-	78
中场流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	6134
同比%	-	-	-	-	-	-	-
中场赢率	-	-	-	-	-	-	19%
中场毛收入	-	-	-	-	-	-	1165
同比%	-	-	-	-	-	-	-
中场每日单桌收入	-	-	-	-	-	-	0.06
中场赌桌数	-	-	-	-	-	-	62
老虎机流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	4620
同比%	-	-	-	-	-	-	-
老虎机赢率	-	-	-	-	-	-	5.0%
老虎机毛收入	-	-	-	-	-	-	231
同比%	-	-	-	-	-	-	-
老虎机单台收入	-	-	-	-	-	-	0.002
老虎机台数	-	-	-	-	-	-	330
会安度假村博彩毛收入	-	-	-	-	-	-	5806
同比%	-	-	-	-	-	-	-
+非博彩收入	-	-	-	-	-	-	660
同比%	-	-	-	-	-	-	-
会安度假村总收入	-	-	-	-	-	-	6466
同比%	-	-	-	-	-	-	-
会安度假村EBITDA	-	-	-	-	-	-	1270
YoY%	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA Margin%	-	-	-	-	-	-	20%
会安度假村净利润	-	-	-	-	-	-	832
YoY%	-	-	-	-	-	-	-
净利率%	-	-	-	-	-	-	13%
会安度假村34%联营收益	-	-	-	-	-	-	283

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

柬埔寨西港方面，我们预计开业时间为 20Q3。假设 2020 年 7 月开业，经营须爬坡和 VIP 业务或受外部环境的压力影响，我们将整体收入下调。参考金界控股 2018 年 VIP 业务流水，我们将爬坡比例从原来的 60%降至 40%，并只计入 6 个月的流水。中场和老虎机的爬坡流水比例，从原来 60%降至 55%，并只计入 6 个月的流水。整体来讲，西港度假村将为太阳城贡献约 1.18 亿元的管理顾问服务收入，对应约 0.94 亿元的 EBITDA。

图 4：柬埔寨西港度假村 2020 年经营数据预测

柬埔寨西港度假村经营数据预测（假设2020年7月开业）							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
VIP流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	59307
VIP赢率	-	-	-	-	-	-	3.0%
VIP毛收入	-	-	-	-	-	-	1779
中场流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	2247
中场赢率	-	-	-	-	-	-	19%
中场毛收入	-	-	-	-	-	-	427
老虎机流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	4020
老虎机赢率	-	-	-	-	-	-	5.0%
老虎机毛收入	-	-	-	-	-	-	201
西港度假村博彩毛收入(GGR)	-	-	-	-	-	-	2407
西港度假村EBITDA	-	-	-	-	-	-	722
EBITDA Margin%	-	-	-	-	-	-	30%
西港度假村赌场管理协议收入	-	-	-	-	-	-	116

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

图 5：凯升控股海参崴水晶虎宫娱乐场 2019-2020 年经营数据预测（单位为百万港元，对应业绩已换算后按人民币并入太阳城业绩）

娱乐场经营收入——凯升海参崴水晶虎宫娱乐场（假设2020年持股51%，2020年完全并表）							
百万港元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
VIP流水(turnover)	-	-	14081	18791	15562	17556	23701
同比%	-	-	-	33%	-17%	13%	35%
VIP赢率	-	-	3.6%	3.7%	3.1%	3.1%	3.1%
VIP毛收入	-	-	504.0	689	484	544	735
同比%	-	-	-	37%	-30%	12%	35%
VIP每日单桌收入	-	-	0.13	0.12	0.09	0.07	0.08
同比%	-	-	-	-6%	-20%	-25%	13%
VIP赌桌数	-	-	11	16	14	21	25
中场流水(turnover)	-	-	404	577	700	735	809
同比%	-	-	-	43%	21%	5%	10%
中场赢率	-	-	29.9%	22.9%	23.9%	22.0%	23.0%
中场毛收入	-	-	121	132	167	162	186
同比%	-	-	-	9%	27%	-3%	15%
中场每日单桌收入	-	-	0.015	0.018	0.022	0.016	0.017
同比%	-	-	-	20%	20%	-25%	4%
中场赌桌数	-	-	22	20	21	27	30
老虎机流水(turnover)	-	-	1655	2192	2859	3355	3756
同比%	-	-	-	32%	30%	17%	12%
老虎机赢率	-	-	6.1%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
老虎机毛收入	-	-	101.4	120.0	143.0	168	188
同比%	-	-	-	18%	19%	17%	12%
老虎机单台收入	-	-	0.0009	0.0011	0.0013	0.0013	0.0015
同比%	-	-	-	18%	13%	6%	12%
老虎机台数	-	-	295	295	310	343	343
海参崴度假村博彩毛收入	-	-	726	941	794	874	1108
同比%	-	-	-	30%	-16%	10%	27%
+非博彩收入	-	-	24	50	44	45	47
同比%	-	-	-	111%	-13%	3%	5%
海参崴度假村总收入	-	-	750	991	838	919	1156
同比%	-	-	-	32%	-15%	10%	26%
海参崴度假村净收入	-	-	323	471	463	447	566
同比%	-	-	-	46%	-2%	-4%	27%
占总收入比例%	-	-	43%	48%	55%	49%	49%
海参崴度假村EBITDA	-	-	132	174	181	193	246
YoY%	-	-	-	32%	4%	6%	28%
EBITDA Margin%	-	-	17.5%	17.5%	21.6%	21.0%	21.3%
海参崴度假村净利润	-	-	0.6	(10.0)	4.1	58	85
YoY%	-	-	-	-	-	-	46%
净利率%	-	-	0.1%	-	0.5%	13%	15%

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

俄罗斯海参崴娱乐场方面，我们认为太阳城在 2020 年或能进一步增加凯升的股权并最终实现并表。考虑到 VIP 业务或受到外部环境的压力影响，我们预计 2019 年 VIP 流水同比增 13%，对应 VIP 毛收入预计同比增 12%。中场和老虎机 2019 年毛收入预计同比分别跌 3%和增 17%，老虎机毛收入同比增加主要由于 2019 年老虎机台数比 2018 年预计多增 33 台。2020 年随着太阳城或加大客户资源的引入，我们预计 VIP 流水同比增 35%，对应 VIP 毛收入预计同比增 35%。2020 年中场和老虎机预计同比分别增 15%和 12%。整体来讲，我们预计海参崴娱乐场在 2020 年为太阳城提供 5.15 亿元的并表净收入，以及 2.24 亿元的并表 EBITDA。

图 6：太阳城集团 2014 年至今损益表以及 2019-2020 年盈利预测

太阳城集团损益表							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
总收入	917	726	1109	542	793	664	1537
YoY	-	-21%	53%	-51%	46%	-16%	132%
-会安度假村管理顾问服务	-	-	-	-	19	11	251
-柬埔寨西港度假村管理顾问服务	-	-	-	-	0.8	3	117
-海参崴娱乐场2020年并表净收入	-	-	-	-	-	-	515
-旅游及旅游相关服务	-	-	1	354	543	570	598
-物业开发和租赁相关服务	917	726	1108	188	230	80	55
销售成本	(724)	(412)	(565)	(363)	(556)	(516)	(582)
占营收比重%	79%	57%	51%	67%	70%	78%	38%
毛利	194	314	544	182	237	148	956
毛利率	21%	43%	49%	33%	30%	22%	62%
其他收入、收益及亏损	28	(67)	(77)	44	(217)	(85)	(80)
运营费用	(317)	(146)	(171)	(137)	(115)	(105)	(473)
占营收比重%	35%	20%	15%	25%	15%	16%	31%
运营利润	(124)	168	373	45	122	102	489
运营利润率%	-	23%	34%	8%	15%	15%	32%
公允价值变动	467	95	58	(337)	(1125)	(1000)	(1100)
占营收比重%	51%	13%	5%	-62%	-142%	-151%	-72%
诉讼相关费用	-	-	(116)	247	19.5	-	-
减值亏损	56	13	(441)	381	-	-	-
应占联营公司业绩	-	-	-	(0)	(16)	13	283
-会安度假村34%联营收益	-	-	-	-	-	-	283
-海参崴2019年25%联营收益	-	-	-	-	-	13	-
出售附属公司之收益/(亏损)	(2)	-	1	2	-	9.2	9.0
息税前利润(EBIT)	425	209	(201)	380	(1217)	(1019)	(405)
息税前利润(EBIT)——扣除公允价值变动后	(42)	114	(259)	717	(91)	(19)	695
融资成本	(347)	(296)	(192)	(118)	(161)	(193)	(214)
所得税	(223)	(159)	(319)	(65)	(81)	(81)	(81)
年度溢利	(145)	(246)	(712)	197	(1459)	(1293)	(700)
其他全面收入-汇兑差异和应占合营公司其他收益	-	-	(0)	0	6	6	6
年内全面收入总额	(145)	(246)	(712)	197	(1453)	(1287)	(694)
少数股东损益	(1)	(1)	(10)	(0)	(0)	0	(38)
归母净利润	(145)	(247)	(723)	197	(1454)	(1287)	(732)
归母净利润——扣除公允价值变动后	(612)	(342)	(780)	534	(328)	(287)	368
总股数	1468	1502	6009	6197	6116	6667	6667
EPS	(0.10)	(0.16)	(0.12)	0.03	(0.24)	(0.19)	(0.11)
EPS——扣除公允价值变动后	(0.42)	(0.23)	(0.13)	0.09	(0.05)	(0.04)	0.06
EBITDA	(125)	170	(10)	(9)	85	78	975
EBITDA Margin	-	23%	-	-	11%	12%	63%
EBITDA YoY	-	-	-	-	-	-9%	1156%

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

其他业务方面，我们预计旅游及旅游相关服务业务在 19-20 年每年同比增 5%，对应 EBITDA 分别为 0.23 亿和 0.24 亿元。公司物业开发和租赁业务则预计逐渐剥离，19-20 年收入分别为 0.8 亿和 0.55 亿元。

图 7：太阳城集团 2019 年-2020 年整体 EBITDA 预测和拆分

2019年-2020年太阳城各业务EBITDA预测		
EBITDA(百万人民币)	2019E	2020E
-会安度假村34%联营EBITDA	-	432
-会安度假村管理顾问服务	9	201
-柬埔寨西港度假村管理顾问服务	3	94
-海参崴娱乐场2019年25%联营EBITDA	44	-
-海参崴娱乐场2020年并表EBITDA	-	224
-旅游及旅游相关服务	23	24
公司整体EBITDA	78	975
Margin%	11.7%	63.4%

资料来源：凯升控股官网，天风证券研究所整理

我们看好太阳城在亚太地区以较轻资产模式布局发展博彩及度假行业，业务遍布越南、柬埔寨、俄罗斯、日本和韩国等地，继续向亚太博彩娱乐巨头的目标迈进。我们采用分部估值，维持会安娱乐场项目 12x EV/EBITDA、俄罗斯项目 10x EV/EBITDA、较高利润率的管理顾问服务 15x EV/EBITDA 和旅游服务业务 3.0x EV/EBITDA。我们重申“买入”评级，目标价 2.2 港元。

图 8：太阳城集团 2020 年 SOTP 估值：目标价 2.2 港元

太阳城SOTP估值 2020年	EBITDA 百万人民币	估值 EV/EBITDA	EV 百万人民币	股权%	乘股权后EV 百万人民币
娱乐场经营收入——越南会安度假村	1,270	12x	15,373	34%	5,227
-会安度假村EBITDA	1,270				
娱乐场经营收入——凯升海参崴水晶虎宫娱乐场	224	10x	2,510	51%	1,280
-海参崴娱乐场2020年并表EBITDA	224	-	-	-	-
(+)净现金	-	-	270	-	-
度假村管理顾问服务	295	15x	4,511	-	4,511
-柬埔寨西港度假村管理顾问服务	94				
-会安度假村管理顾问服务	201				
2020年	收入 百万人民币	估值 EV/Sales	EV 百万人民币	股权%	乘股权后EV 百万人民币
旅游及旅游相关服务	598	3.0x	1,855	-	1,855
注：对比同程艺龙2020年2.0x EV/Sales、携程2020年3.1x EV/Sales					
内地物业净资产					668
整体企业价值(Total EV)					13,541
(+)现金和现金等价物					90
(-)债务					1,337
市值(Market Cap)(人民币)					12,294
市值(Market Cap)(港元)					14,379
摊薄后流通股(Shares Outstanding)(百万股)					6,667
目标价(Target Price)					2.2

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com